

みずほマーケット・トピック(2016年8月24日)

最近のユーロ相場の状況について

米利上げの見通しに確信が持てない相場が続く中、その裏返しとしてのユーロ相場がじりじりと値を上げており、ユーロの名目実効為替相場(NEER)は今年2月以来の高値まで上昇している。ユーロのNEERは2014年6月のマイナス金利導入を契機に下落が始まり、2015年3月には最大約▲14%下落したが、足許では約▲7%の下落幅まで戻している。9月8日のECB理事会ではこうしたユーロ相場の騰勢がどう評価されるのかも焦点。繰り返し述べているように、そもそもユーロ相場には上昇するだけの道理がある。世界最大の経常黒字や慢性的に続くデysinフレ傾向は通貨価値を押し上げる真つ当なファンダメンタルズ。今年に入ってからユーロ圏経常黒字は月平均2~300億ユーロ(≒2.2兆円~3.4兆円)だが、ユーロ/ドル相場がこれに合わせて浮揚する姿は見られていない。それが、ここにきて漸く、底打ちの兆しが出ているという印象。今後、FRBの正常化プロセスが頓挫するのに従って、ユーロ相場の堅調が続くというのがメインシナリオ。

～FRB高官のタカ派発言が続くも・・・～

昨日の為替相場は小動きの展開。26日に迫ったジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレンFRB議長講演を控えて方向感が出にくい相場となっている。先週末、FRB高官によるタカ派寄りのコメントが続いていることもあって、これにイエレン議長が倣うような姿勢を見せればドル相場が続伸するといった展開を期待している向きはありそうである。だが、イエレン議長は徹頭徹尾、両論併記に努め、明確な方向感を掴みづらい情報発信に努めるだろう。本欄では繰り返し述べているように、今の米国が政治・経済的に慢性的なドル高を受け入れられるほどの地力を有しているとは思えず、利上げの有無はどうあれ、ドル高の持続性は予想し得ない。

～名目実効ベースで騰勢を強めるユーロ相場～

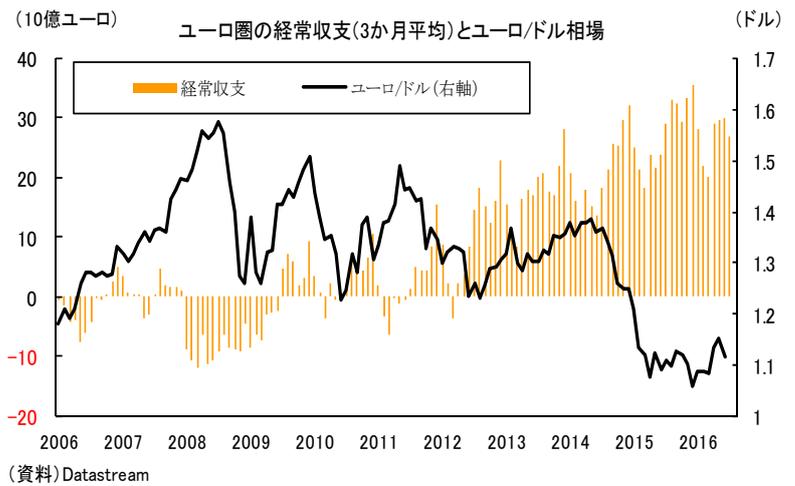
米利上げの見通しに確信が持てない相場が続く中、その裏返しとしてのユーロ相場がじりじりと値を上げており、ユーロの名目実効為替相場(NEER)は今年2月以来の高値まで上昇している。ラフなイメージとして、ユーロのNEERは2014年6月のマイナス金利導入を契機に下落が始まり、2015年3月には最大約▲14%下落した。もちろん、この間に拡大資産購入プログラム(APP、いわゆる



量的緩和)、そしてFRBの正常化プロセス加速といったイベントがあったことも大きい。しかし、足許のユーロのNEERは2014年6月対比で約▲7%の下落幅まで戻している。概ね、1年半弱かけて半値戻しまで漕ぎ着けたという理解になる。この間、ユーロ/ドル相場は「1.05～1.15」のレンジを続けており、固定相場制の様相を呈しているが、非ドル通貨に対して堅調を維持した結果がNEERの堅調に繋がっている模様である。9月8日のECB理事会ではこうしたユーロ相場の騰勢がどう評価されるのかも、1つの注目点である。

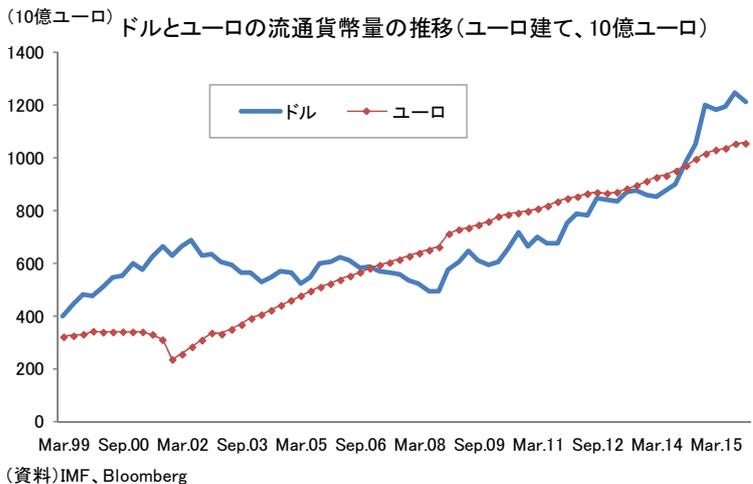
～結局はファンダメンタルズに収斂する～

本欄では執拗に論じているように、そもそもユーロ相場には上昇するだけの道理がある。世界最大の経常黒字や慢性的に続くデフインフレ傾向は通貨価値を押し上げる真っ当なファンダメンタルズである。しかし、過去2年間はFRBの正常化プロセスが順当に進んでいたため、ECBによる矢継ぎ早の金融緩和も追い風として作用し、ユーロ相場を一方向的に押し下げることができた。足許ではFRBの正常化プロセスが頓挫しかかって



おり、米国の通貨政策もドル安を志向し始めている。幾らユーロ安を望んでも、米国の利害と正面からぶつかるような相場はそう簡単に実現しないという現実を今のECBは目の当たりにしているのである。図示されるように、今年に入ってからユーロ圏経常黒字は月平均2～300億ユーロ(≒2.2兆円～3.4兆円、※1ユーロ=113円換算)だが、ユーロ/ドル相場がこれに合わせて浮揚する姿は見られていない。ここにきて漸く、底打ちの兆しが出ているという印象である。

これまで述べてきた通り、変動為替相場制においては米国の意向が絶対というのが自明の前提である。だが、ユーロは流通貨幣量でドルに唯一対抗できる通貨である(図)。金融危機後に関して言えば、流通貨幣量に関し、ドルを陵駕する局面が長らく続いていた。こうした通貨を司るECBの追加緩和は(日銀とは違って)米国の意向に対抗できるというのが近年、筆者が抱きつつある印象である。そうでなければ、これほどのファンダメンタルズを備えた通貨がなかなか上昇しないことの説明がつかない。英国のEU離脱



(Brexit)や頻発するテロなどの特殊要因の影響も無視できないが、年初来の対ドル変化率に関し、円が約+20%も上昇したのに対し、ユーロ相場は約+4%しか上昇していない。やはり▲0.40%のマイナス金利政策と量的緩和政策(APP)のコンビが効いているという面は認めるべきかもしれない。

だが、それでも米国の意向を完全に打ち返して、2014年以降のようなユーロ安・ドル高相場を作りだすことは難しく、じりじりと相場が押し上げられてしまっているというのが現状である。今後、米経済の景気循環が終盤に差し掛かったところでFRBの正常化プロセスがはっきりと頓挫するようになれば、やはりユーロ高は不可避だろう。今後1年で1.20を臨む相場を予想するというのが引き続き『中期為替相場見通し』におけるメインシナリオである。ドル/円相場が経常黒字や購買力平価(PPP)と平仄が合う相場に戻ってきたように、ユーロ相場も結局はファンダメンタルズに収斂する可能性が大きいと考えたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20~21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26~27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4~6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28~29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26~27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28~29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が激しい始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和とリスク～
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1~3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・
2016年4月26日	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
2016年4月25日	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探る円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15~16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のディスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動向～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基礎通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)